

Sector: *Industrial*

SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY

Precio Objetivo: 18,4 €

Recomendación: Vender

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 15.120

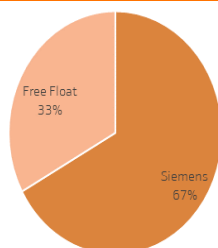
Último (€/acc.): 22,20

Nº Acciones (M.): 681,1

Min / Max (52 sem): 11,05/23,26

Cód. Bloomberg / Reuters: SGRE SM / SGREN.MC

Accionariado



Ppales cifras y rati

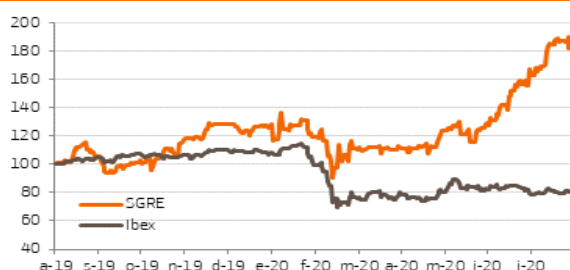
	2019r	2020e	2021e	TAMI %
M€ (año fiscal, de oct a sep)				
Cartera de Pedidos	25.507	29.719	33.596	14,8%
Ingresos	10.227	9.832	10.709	2,3%
EBIT reportado	253	-904	-65	
EBIT ajustado ⁽¹⁾	725	-222	458	-20,5%
Marg. EBIT ajustac	7,1%	-2,3%	4,3%	
BNA	140	-813	-74	
BNA Ajustado	491	-232	294	-22,7%
DFN ⁽²⁾	-863	-91	-200	
BPA (€/acc.)	0,21	-1,19	-0,11	
DPA (€/acc.)	0,05	0,00	-0,03	
EV/EBIT ajustado	20,1	-69,1	32,0	

(1) EBIT pre -PPA y costes de integra. y reestruc. (2) DFN de balance

Desglose de la Cartera de Pedidos

Cartera de Pedidos (M€)	3T20	a/a	s/ Total
- Servicios	15.122	31,0%	48%
- Aerogeneradores Onshore	6.894	8,0%	22%
- Aerogeneradores Offshore	9.445	-5,3%	30%
TOTAL	31.461	11,9%	100%

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

El Capital Markets Day de SGRE confirmó las buenas perspectivas sectoriales a medio y largo plazo, si bien, los objetivos a corto plazo se quedaron por debajo de las expectativas ante la necesidad de reestructuración en *Onshore*. Su proyecto de crecimiento se basa en las divisiones de Aerogeneradores *Offshore* y Servicios, tradicionalmente ambas con mayores márgenes, mientras que el principal desafío a corto plazo es lograr la vuelta a la rentabilidad operativa del negocio de *Onshore*, donde siguen contemplando costes de reestructuración hasta 2022. Los objetivos de margen EBIT pre-ajustes se encuentran entre el 3% y 5% para 2021E (desde el rango -1% /-3% esperado para 2020E) y mantienen el objetivo tradicional, a partir del 2023, de márgenes entre el 8% y 10%.

Mantenemos la recomendación de Vender. P. Obj: 18,4€/acc. (dic-21), a pesar de la revisión (desde 15,50€/acc) ante las expectativas de un mayor margen a medio/largo plazo y crecimiento a largo del 2,25% (vs 2% anterior). El valor acumula una revalorización del 42% en el año (incluyendo -4,6% de hoy), anticipando las buenas perspectivas para el sector (con su liderazgo en *Offshore* y el crecimiento en Servicios, también con Senvion), que le han llevado a cotizar a múltiplos muy ajustados a corto plazo (14,6x EV/EBITDA 2021, 11,45x 2022E vs 12,5x y 11,9x de Vestas). Esperaríamos niveles en torno a 15,50-16€ para entrar en el valor.

Principales mensajes del CMD: (1) Entorno de mercado: fuerte crecimiento en *Offshore* y Servicios. Estabilidad en *Onshore*. Las tasas de crecimiento anual esperado en Instalaciones de Aerogeneradores: (1) *Offshore* +22% en el período 2019-2025 y +7% de 2025-2030; (2) *Onshore* +0% 2019-2025 y +3% de 2025-2030, mientras que respecto al tamaño de mercado de Servicios estiman +8% de 2019-2030.

(2) Objetivos a corto plazo marcados por la necesidad de recuperación de rentabilidad en *Onshore*, a medio plazo mantienen su objetivo de margen EBIT ajustado entre 8% y 10%. **Objetivos 2021:** Ingresos entre 10.200-11.200M€ (vs 9.500-10.000M€ obj. 2020), Margen EBIT antes de PPA's y costes de Integración y Reestructuración entre 3% y 5% (vs -1% y -3% obj. 2020). **Estiman costes de Integración y Reestructuración de triple dígito medio** (lo que supondría ~500M€), que deberían estar completados hacia finales de 2022. **Objetivos 2023 y en adelante:** En Ingresos, crecimiento superior al de mercado, con un *book-to-bill* >1x. En concreto, en Servicios estiman un crecimiento en Ingresos >50% 2019-2023E, en parte por integración de Senvion (a partir de 2020). **Mantienen el objetivo tradicional de alcanzar un margen EBIT ajustado se entre 8% y 10%.** Los principales objetivos financieros contemplan alcanzar una Deuda Financiera Neta/EBITDA <1x (con mayor generación de caja a partir de 2022) y mantener la calificación crediticia de *Investment Grade*. SGRE cuenta con líneas de financiación de unos 4.000M€. Política de Pay-Out igual o superior al 25%.

Revisamos a la baja nuestras estimaciones de Ingresos y margen EBIT a corto, pero al alza a partir de 2023-2024, gracias al mejor mix de negocio a medio plazo, más orientado a *Offshore* y Servicios (margen EBIT ajustado estimado del 4,3% 2021E, 7,5% 2022E, 8,5% 2023E, 8,6% 2024E vs anterior del 6,9% 2021E, 7,9% 2022E, 8% 2023E, 7,9% 2024E). **A medio plazo estimamos en torno al 8,6% vs 8% estimado anteriormente.**

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

<https://bankinter.com/broker/analisis>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

La compañía ha sido informada antes de la publicación de esta nota.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de P&G	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Ingresos	10.226	9.832	10.709	11.682	12.116	13.644	15.595	16.330	6,9%
- Aerogeneradores	8.733	8.109	8.748	9.581	9.862	11.223	12.992	13.529	6,5%
- Oper. & Manten.	1.493	1.722	1.961	2.101	2.254	2.421	2.603	2.801	9,4%
EBIT reportado	253	-904	-65	481	867	1.027	1.214	1.295	26,3%
EBIT ajustado (2)	725	-222	458	875	1.034	1.172	1.339	1.403	9,9%
- Aerogeneradores	382	-592	46	454	583	688	819	843	12,0%
- Oper. & Manten.	343	370	412	420	451	484	521	560	7,3%
Margen EBIT	7,1%	-2,3%	4,3%	7,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	
BNA	140	-813	-74	310	583	698	832	891	30,3%
BNA ajustado (2)	491	-232	294	587	701	800	921	968	10,2%

(1) Cifras pro-forma (2) Excluye amortización PPA y costes de integración.

Resumen Balance	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'19/26
Tesorería	1.727	955	1.064	1.313	2.027	2.690	3.473	4.281	
Clientes	1.309	1.278	1.339	1.460	1.514	1.705	1.949	2.041	
Existencias	1.864	2.017	1.904	2.050	1.966	2.192	2.436	2.552	
Otros activos circulantes	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	2.999	
Inmovilizado	8.790	8.717	8.587	8.449	8.263	8.118	7.993	7.885	
Total Activo	16.689	15.967	15.892	16.271	16.770	17.704	18.850	19.758	2,4%
Acreeedores	2.886	2.976	2.956	3.101	3.162	3.572	4.093	4.331	
Otros pasivos circulantes	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	3.968	
Provisiones & comp. Pensiones	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	2.177	
Deuda Financiera	864	864	864	864	864	864	864	864	
Otros	521	521	521	521	521	521	521	521	
Patrimonio neto	6.273	5.461	5.406	5.640	6.078	6.602	7.227	7.897	
Total Pasivo	16.689	15.967	15.892	16.271	16.770	17.704	18.850	19.758	2,4%

Valoración Descuento Cash Flow Libre (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
+ EBIT Ajustado	675	1.034	1.172	1.339	1.403	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas
- Impuestos s/Bº Operativo	(202)	(310)	(352)	(402)	(421)	
+ NOPAT	472	724	820	938	982	
+ Amortizaciones	495	594	625	725	750	
- Inversión en circulante	-122	90	-6	33	30	
- Inversión en activo fijo	-550	-575	-625	-725	-750	
Flujo de Caja Libre	295	833	814	971	1.012	16.674
EV	14.103					
- Caja Neta	200					
- Provisiones y Otros ⁽⁴⁾	(1.820)					
- Minoritarios + Asoc.	66					
EqV	12.549					
Precio objetivo	18,4 €/acción					

WACC 8,5%
g 2,3%
Nº acciones (M) 681,10

Múltiplos implícitos en Obj. EV/EBIT ajustado

2020E 2021E
- 30,8

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
Coste	7,47%	19,1	19,9	20,7	21,6	22,5	23,6	24,8	26,1	27,6
medio	7,72%	18,2	18,9	19,7	20,5	21,4	22,3	23,4	24,6	25,9
de los	7,97%	17,4	18,1	18,7	19,5	20,3	21,1	22,1	23,2	24,3
Recursos	8,22%	16,7	17,3	17,9	18,6	19,3	20,1	20,9	21,9	22,9
(WACC)	8,47%	16,0	16,5	17,1	17,7	18,4	19,1	19,9	20,7	21,7
	8,72%	15,3	15,8	16,4	16,9	17,5	18,2	18,9	19,7	20,5
	8,97%	14,7	15,2	15,7	16,2	16,8	17,4	18,0	18,7	19,5
	9,22%	14,2	14,6	15,0	15,5	16,0	16,6	17,2	17,8	18,5
	9,47%	13,6	14,0	14,4	14,9	15,4	15,9	16,4	17,0	17,7

(4) Considerando el 75% de las provisiones en Balance, más factoring y los Compr. de Pensiones.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

<https://bankinter.com/broker/analisis>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

La compañía ha sido informada antes de la publicación de esta nota.

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS :

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías](#),

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – Seguros

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Pilar Aranda – Petróleo

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Moreno – Inmobiliarias

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Luis Piñas – Consumo

Elena Fernández – Trapiella – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.